

Отримано: 09 жовтня 2019 р.

Прорецензовано: 19 жовтня 2019 р.

Прийнято до друку: 27 жовтня 2019 р.

e-mail: alla\_centra@ukr.net

DOI: 10.25264/2311-5149-2019-15(43)-17-22

Крисак А. І. Сек'юритизація: нові виклики у системі інституціонального забезпечення відтворення та охорони меліорованих земель. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»* : науковий журнал. Острог : Вид-во НаУОА, грудень 2019. № 15(43). С. 17–22.

УДК: 332.2

JEL-класифікація: Q15

**Крисак Алла Іванівна,**

доктор економічних наук, завідувач сектору,

Національний університет водного господарства та природокористування

## СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ: НОВІ ВИКЛИКИ У СИСТЕМІ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ВІДТВОРЕННЯ ТА ОХОРОНИ МЕЛІОРОВАНИХ ЗЕМЕЛЬ

У статті обґрунтовано потребу організації пошуку нових фінансових резервів у сфері регулювання земельних відносин з метою покращення меліоративної інфраструктури. Доведено необхідність формування інституціонального підґрунтя відтворення та охорони меліорованих земель із застосуванням сек'юритизації земельних активів як нового фінансово-економічного інструменту. На основі ретроспективного аналізу появи інституту сек'юритизації подано структуру процесу заміни банківських запозичень цінними паперами, забезпечених заставою у вигляді земельних активів, зокрема меліорованих земель. Проаналізовано нормативно-законодавче поле та чинні інституціональні обмеження процесу сек'юритизації іпотечних земельних активів. Запропоновано магістральні напрями підвищення інвестиційної привабливості меліоративних земель.

**Ключові слова:** меліоровані землі, сек'юритизація, іпотечні земельні активи, інвестиційна привабливість.

**Крисак Алла Ивановна,**

доктор экономических наук, заведующая сектора,

Национальный университет водного хозяйства и природопользования

## СЕК'ЮРИТИЗАЦИЯ: НОВЫЕ ВЫЗОВЫ В СИСТЕМЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ВОССТАНОВЛЕНИЯ И ОХРАНЫ МЕЛИОРИРУЕМЫХ ЗЕМЕЛЬ

В статье обосновано, что с целью улучшения меліоративной инфраструктуры возникла необходимость организации поиска новых финансовых резервов в сфере регулирования земельных отношений. Доказана необходимость формирования институциональных основ для восстановления и охраны меліорированных земель с применением сек'юритизации земельных активов в качестве нового финансово-экономического инструмента. На основе ретроспективного анализа создания института сек'юритизации представлено структуру процесса замены банковских заимствований ценными бумагами, обеспеченных залогом в виде земельных активов, в частности, меліорированных земель. Проанализированы нормативно-законодательное поле и существующие институциональные ограничения процесса сек'юритизации ипотечных земельных активов. Предложены магистральные направления повышения инвестиционной привлекательности меліорированных земель.

**Ключевые слова:** меліорированные земли, сек'юритизация, ипотечные земельные активы, инвестиционная привлекательность.

**Alla Krysak,**

Doctor of Economics, Head of Sector,

National University of Water and Environmental Engineering

## SECURITIZATION: NEW CHALLENGES IN THE SYSTEM OF INSTITUTIONAL PROVISION OF RECOVERY AND PROTECTION OF MELIORATED LAND

The article substantiates that a need to find new financial reserves has arisen within a land relations sphere in order to improve a meliorative infrastructure. The author proves that it is required to form an institutional ground for recreation and preservation of ameliorated lands using a land assets securitization as a new financial instrument. The structure of the process of bank loans replacement by securities, which are supported by land assets mortgage, is presented based on the retrospective analysis of the securitization institute emergence. Five stages have been defined in order to organize land mortgage assets, according to these stages the securitization agreement should be planned and prepared; the land assets evaluation should be completed to support the future stream of payments and predefined pool of land assets should be formed; the agreement should be structured, the specifically created establishment should be picked as well as other counter-parties, and documents should be prepared to get signed; the reinvestment should be held via the direct emission of securities engaging target groups of investors; the ongoing support and control of the securitization agreement should be set up. The article also



*provides the analysis of a normative and legal field of existing limitation concerning land mortgage assets securitization. Magistral directions, which can increase the investment attractiveness of ameliorated lands, has been proposed, such as: land market infrastructure development; gradual withdrawal of the moratorium, which is prohibiting agricultural lands free realization, in particular ameliorated lands; formation of the institute of private and collective property for some categories of lands; institutionalization of the land assets securitization mechanism; corporatization of land assets. It is claimed that the approbation of the securitization should be started with private property lands, and later considering the outcome efficiency of this process, and new experience implementation, it should also be applied to lands, which refer to a private and collective property. The author designates, that the position of the state should enforce institutional conditions towards lands realization rights (agreement, emphyteusis, superficies), land auctions, securitization agreements development, formation of the land preservation and recreation funds, investments to the nature conservation and nature improvement projects with a strict state control over the targeted usage of land resources.*

**Key words:** *ameliorated lands, securitization, land mortgage assets, investment attractiveness.*

**Постановка проблеми.** Пошук фінансових ресурсів для здійснення превентивних заходів щодо охорони та відтворення земель тривалий час є головною проблемою їх інституціонального забезпечення. Тому, переймаючи кращі світові практики на основі бенчмаркінгу, варто звернути увагу на інноваційні інструменти, які зарекомендували себе як більш ефективні та такі, що можуть привести до досконалішої форми організації виявлення фінансових резервів та є дієвішими, ніж ті, що нині існують. Особливо гострим це питання постає для меліорованих земель (як осушених, так і зрошених) у силу фізичного спрацювання меліоративних систем, відсутності їх модернізації та у зв'язку із необхідністю залучення значних матеріальних та фінансових ресурсів на покращення меліоративної інфраструктури.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематиці раціоналізації та екологізації використання меліорованих земель тривалий час приділяють увагу вчені провідних наукових установ, а саме: Інституту водних проблем і меліорації, ННЦ «Інститут ґрунтознавства та агрохімії імені О. Н. Соколовського», ННЦ «Інститут аграрної економіки» НААН України, Державної установи «Інститут економіки та прогнозування НАН України», Національного університету водного господарства та природокористування та ін. Однак для активізації роботи меліоративних систем варто більше уваги звернути на фінансове забезпечення акумуляції інвестиційного потенціалу.

**Мета і завдання дослідження.** Обґрунтувати формування інституціонального підґрунтя відтворення та охорони меліорованих земель із застосуванням такого фінансово-економічного інструменту, як сек'юритизація земельних активів.

**Виклад основного матеріалу.** Сьогодні жваво обговорюється питання приведення в дію механізму ринку земель сільськогосподарського призначення. Близько 25% площі цих земель, тобто 10,4 млн. га, перебувають у державній власності. Не можна нехтувати тим, що необхідною умовою цього процесу повинне стати контрольоване регулювання здійснення заходів з охорони та відтворення сільськогосподарських земель, зокрема осушених та зрошених, а також оперативне управління меліоративними системами. Перспективним напрямом інституціонального забезпечення відтворення та охорони земель, на нашу думку, є сек'юритизація, яка пов'язана з діяльністю банківських установ. Незважаючи на те, що Закон України «Про іпотечні облігації» був прийнятий 22 грудня 2005 року і на законодавчому рівні регламентовано організаційно-правові засади здійснення сек'юритизаційних договорів, нині в Україні використання досвіду сек'юритизації іпотечних активів ще не розповсюджене. Лише в окремих випадках спостерігалось запровадження сек'юритизації, а у сфері земельних відносин взагалі цей напрям не розвивається.

Сек'юритизація іпотечних активів є інновацією фінансового характеру, яка набула поширеної практики в розвинених країнах та значно збільшила спектр залучення довгострокових фінансових ресурсів із використанням сучасного фінансового інструментарію. Термін «сек'юритизація» уперше з'явився в колонці «Чутки зі Стріт» Wall Street Journal 1977 р. Він був «винайдений» Льюїсом Ранієрі (Lewis S. Ranieri), главою іпотечного департаменту Salomon Brothers. Саме цей термін Ранієрі запропонував використовувати репортеру Wall Street Journal Анн Монро (Ann Monroe) у статті, присвяченій опису андеррайтингу першого випуску цінних паперів, забезпечених заставою прав вимоги по іпотечних кредитах. Угода була заснована на використанні структури прямого розподілу (pass-through), за якої спеціальна проектна компанія SPV (Special Purpose Vehicle) розподіляє між власниками цінних паперів усі «згенеровані» пулом кредитів кошти на момент чергової виплати по паперах. У якості андеррайтера був Salomon Brothers. Угода одержала ім'я «Bank America issue» (емісія Банку Америки). Фактично поява інституту сек'юритизації є однією з віх на шляху тисячолітнього процесу пошуку забезпечення, що почалося ще з грецької hypotheca (іпотеки) і почало розвиватися в інститутах Римського права pignus (застава), fiducia (передача титулу) і безпосередньо hypotheca [2]. У широкому розумінні термін «сек'юритизація» є англomовним. «Security» означає цінний папір. У вітчизняних наукових дослідженнях через новітні підходи впровадження у банківську діяльність новизни сек'юритизації характеристика її сутності глибоко ще не вивчена

і відображається досить однобоко. Зокрема, сек'юритизація активів визначається як процес заміни банківських запозичень і кредитів емісією боргових цінних паперів [3; 4; 5].

Найбільш повне і ґрунтовне визначення терміна «сек'юритизація» дав німецький вчений Х. Бер, який під сек'юритизацією активів вбачає інноваційну техніку фінансування, за якої диверсифікований пул фінансових активів списується з балансу банку та набуває юридичної самостійності шляхом передачі спеціально створеній юридичній особі (SPV), яка здійснює його рефінансування на міжнародному ринку капіталів або грошовому ринку шляхом випуску цінних паперів [6].



**Рис. 1. Етапи проведення сек'юритизації іпотечних земельних активів.**  
Складено автором на основі аналізу [6]

Ми погоджуємося з думкою Х. Бера, який вважає, що весь процес проведення класичної сек'юритизації іпотечних активів доцільно поділити на 5 етапів, які представлено на рисунку 1.

Трансформуючи дійсні напрацювання випуску цінних паперів до процесу сек'юритизації іпотечних земельних активів, розкриємо його послідовність. Спочатку організовується аудиторія експертів, встановлюються орієнтири фінансування, підготовлюється фінансово-економічне обґрунтування доцільності фінансування іпотечних земельних активів шляхом їх сек'юритизації та розробляються декілька проектів структурування [6]. У процесі підготовки фінансово-економічного обґрунтування сек'юритизації земельних активів необхідно проаналізувати кредитну якість обраних для сек'юритизації іпотечних земельних активів та якість управління цими земельними активами [6]. Перевірка стану іпотечних земельних активів передбачає їх відповідність за певними критеріями. Також вивчається ретроспективний стан та поведінка земельних активів, встановлюється частота невиконаних зобов'язань позичальниками, можливість дострокового погашення або, навпаки, затримки платежів по кредитах [7].

Здійснюючи аналіз іпотечних земельних активів та результатів господарської діяльності оригінатора у відповідності до визначених орієнтирів, опрацьовується певна кількість варіантів структурування [9].



Х. Бер зазначає, що, окрім загальних юридичних аспектів проведення сек'юритизації іпотечних земельних активів, досить детально повинні бути описані бухгалтерські та податкові наслідки операції [6]. Лише після цього керівництво банку обирає той варіант фінансування, який є найбільш придатним із точки зору діагностики доцільності та можливості здійснення сек'юритизаційної угоди земельних активів та зрештою приймає кінцеве рішення щодо впровадження цього проекту [9]. Зарубіжний досвід банківської діяльності засвідчує, що підготовчий етап сек'юритизаційної угоди може тривати досить довгий період часу, інколи до 1 – 1,5 року [7].

На другому етапі проведення сек'юритизації іпотечних земельних активів обираються ті земельні активи, що визнаються придатними для сек'юритизації, та виробляється попередній пул [9] іпотечних земельних активів, які у перспективі будуть створювати необхідні для обслуговування іпотечних цінних паперів потоки регулярних платежів.

На думку спеціалістів, здійснення сек'юритизації земельних активів можливе за умови забезпечення контролю за витратами та використання відповідних критеріїв [9] вибору земельних активів до пулу: обмеження географічної концентрації, мінімальна кількість та мінімальний розмір кредиту, максимальне співвідношення розміру кредиту до вартості нерухомості тощо [10].

Слід зазначити, що особливо важливим у визначенні попереднього пулу земельних активів є легкість обчислення та прогнозування потоків платежів [6], що породжуються земельними активами, які будуть формувати конкретний пул. Банківський досвід для визначення значень майбутніх потоків платежів найчастіше використовує імовірнісний аналіз, екстраполяцію та метод Монте-Карло [7].

На третьому етапі сек'юритизації іпотечних земельних активів сек'юритизаційна угода структурується (визначається рівень підпорядкування, частка старших траншів за заданим рейтингом), обирається спеціально створена юридична особа та можливі інші контрагенти за угодою, підписуються договори, які стосуються купівлі-продажу іпотечних земельних активів, надання додаткового управління пулом і відповідними рахунками, організаційного забезпечення, тощо [8].

На четвертому етапі сек'юритизації іпотечних земельних активів безпосередньо повинне відбуватися рефінансування, у ході якого остаточний варіант компонування договору виноситься на розгляд інвесторам чи ж здійснюється публічна підписка [8].

Для успішного завершення сек'юритизації іпотечних земельних активів найвагомішим є останній етап, на якому учасники сторін зобов'язані виконувати умови сек'юритизаційної угоди, здійснювати поточний супровід та нагляд за впровадженням в дію цього договору [9].

Вищезазначеним Законом України «Про іпотечні облігації» регламентовано, що проведення сек'юритизації здійснюється шляхом випуску звичайних та структурованих іпотечних облігацій [1], тобто цінних паперів. В умовах інституціональних обмежень на землі сільськогосподарського призначення у мораторний та постмораторний період до таких цінних паперів можна зарахувати заставні спочатку для приватних, а в подальшому і комунальних чи державних земель. Крім того, відновлення заставних операцій банківськими установами щодо земельних активів дадуть змогу вкладати отримані фінансові ресурси у проведення заходів з охорони та відтворення земель, уникаючи залишкового принципу, як є досі.

Поширення практики сек'юритизації іпотечних земельних активів, як стверджує Трегуб О. В., надасть такі переваги вітчизняним банківським кредиторам: можливість доступності до дешевших довгострокових фінансових ресурсів; зменшення розміру регулятивного капіталу та кредитного ризику (у випадку позабалансової сек'юритизації); розгалуженість і різноманітність джерел залучення коштів; покращення якості управління іпотечними земельними активами, а також ліквідності та ризиками; стабілізація власного іміджу, зростання фінансових можливостей та покращення рейтингу [9].

Однак для подальшого розвитку сек'юритизації іпотечних земельних активів в Україні надзвичайно важливим є прийняття закону про сек'юритизацію, у якому буде чітко окреслено порядок її здійснення; визначено права та обов'язки учасників сек'юритизаційної угоди; встановлено процедуру оподаткування сек'юритизаційної угоди; розроблено модель стандартного пулу земельних активів із однаковими критеріями відбору земельних активів; проведено ознайомлення персоналу банків та консультування потенційних інвесторів [9], зокрема, землевласників та землекористувачів, трастових фондів та страхових компаній, із сек'юритизацією іпотечних земельних активів. У такому випадку особливого значення набуває функціонування інституту сільськогосподарського дорадництва, який, на жаль, сьогодні в цих питаннях є недієздатним. Основним завданням інституту дорадництва повинне бути забезпечення донесення інформації до сільського землевласника про переваги та потенційні ризики, які можуть виникнути під час сек'юритизації, отримання навичок організації, обслуговування та реалізації подібних угод. Водночас за допомогою інституту дорадництва селяни будуть захищені від можливих рейдерських захоплень та спекуляцією земельними наділами. Більше того, коли йдеться про меліоровані землі, то треба мати на





увазі, що вони потребують особливого режиму використання, тому не можна допускати асиметричності інформації щодо отримання кредитних коштів під заставу сільськогосподарських земель, адже ці кошти повинні вкладатися у здійснення заходів з охорони та відтворення земель.

Головною проблемою модернізації мереж гідротехнічних споруд як в зоні осушення, так і в зоні зрошення, на думку академіка М. І. Ромашенка, є значний дефіцит інвестиційних ресурсів [11]. Передувати розробці програмних та проектних рішень щодо інвестиційного забезпечення відновлення меліоративних систем мають глибока інвентаризація меліоративного фонду та створення асоціацій водокористувачів, які дадуть можливість активізувати роботу меліоративних систем на новій технологічній основі [11]. Розвиток інституту стейкхолдерства забезпечить перманентне відтворення земельно-ресурсного потенціалу шляхом посилення громадського нагляду і контролю, здійснення громадських слухань щодо прийняття управлінських рішень, забезпечення освіченості та культури поведінки землекористувачів.

М. А. Хвесик зосереджує увагу на необхідності диверсифікації сільської економіки в зоні ризикового землеробства за рахунок комплексного використання ренатуралізованих земель, особливо в період децентралізації влади та реформи місцевого самоврядування [11]. Адже об'єднані територіальні громади не завжди мають повну інформацію про свої нові землі, тому і тут також виникає питання інвентаризації земель запасу, резерву, оскільки існують випадки самовільного захвату земель або нецільового використання і несплати чи недоотримання земельного податку, відшкодування втрат сільськогосподарського виробництва і т. д. Ми погоджуємось із думкою вченого, що варто забезпечити імплементацію сучасних форм державно-приватного партнерства та інших форм господарювання у сфері землекористування.

Додаткове залучення кредитних ресурсів у систему розширеного відтворення господарства територіальних утворень для збільшення кількості реалізації соціальних та інфраструктурних проектів в умовах поточної кризи зумовлене необхідністю підтримки і підвищення інвестиційної привабливості об'єктів комунальної власності на первинних та вторинних ринках нерухомості, зокрема земель різного функційного призначення.

На наше переконання, для подальшого розвитку меліоративної інфраструктури та підвищення інвестиційної привабливості меліоративних земель вкрай необхідно забезпечити:

- розбудову інфраструктури ринку земель через введення додаткових інституцій щодо регулювання процесів купівлі-продажу та інших форм перерозподілу земельних ресурсів;
- поступове зняття мораторію на вільний оборот сільськогосподарських, зокрема меліорованих, земель з метою підвищення інвестиційної привабливості аграрного бізнесу і усунення дискримінаційних умов землеволодіння, які на цей час не дають можливості власникам земельних ресурсів розпоряджатися ними на свій розсуд;
- формування інституту приватної та комунальної власності на землі водного та лісового фондів через спрощення процедури зміни цільового призначення земель задля формування комунального та приватного сектора у землеволодіння трудового типу;
- інституціоналізацію механізму сек'юритизації земельних та земельно-господарських активів через впровадження заставно-іпотечних відносин, насамперед, щодо земель сільськогосподарського призначення;
- корпоратизацію земельних активів через внесення земельного капіталу в статутні фонди корпоративних утворень та входження в такі утворення муніципалітетів із землями комунальної власності.

**Висновки.** Нині проблеми розпорядження земельною власністю в основному пов'язані із накладеним мораторієм на продаж земель сільськогосподарського призначення. Важливою умовою відкриття ринку земель сільськогосподарського призначення є проведення інвентаризації земель для внесення необхідної інформації до державного земельного кадастру (про стан, кількість, якість земель тощо), зокрема земель меліоративного фонду. Тому мораторій потрібно знімати поступово, спочатку на деградовані, потім – малопродуктивні землі, далі – на землі зі спеціальним режимом використання (осушені, зрошені і т.д.), водного фонду та лісогосподарського призначення, а уже наостанок – на продуктивні землі сільськогосподарського призначення. Апробацію сек'юритизації варто починати із меліорованими землями, що перебувають в приватній власності, а згодом, врахувавши результативність цього процесу, можна імплемувати отриманий досвід і до земель, що перебуватимуть у державній або комунальній власності. Отже, ми удосконалили інструментарій сек'юритизації земельних активів, який передбачає випуск цінних паперів під заставу земель приватної власності, які потребують додаткових інвестицій щодо їх рекультивзації, що дасть можливість залучити земельні ресурси в систему товарно-грошових відносин та зміцнити фінансову самодостатність землевласників та землекористувачів, покращити фінансування природоохоронних та природовідтворювальних ініціатив. Державницька ж позиція в цей період на підґрунті дирижистської теорії економіко-екологічного регулювання земельних відносин повинна полягати в тому,



щоб забезпечити інституційні умови щодо продажу прав користування землею (оренда, емфітевзис, суперфіцій), аукціонів, сек'юритизаційних угод, формування фондів з охорони та відтворення земель, інвестування у природозберігаючі та природооблаштувальні проекти зі здійсненням контролю з боку держави за цільовим використанням земельних ресурсів.

#### Література:

1. Закон України «Про іпотечні облігації» від 22.12.2005р. № 3273-IV. *Відомості ВРУ*. 2006. № 16. С. 134.
2. Козаков О. Історія сек'юритизації іпотечних кредитів. URL: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/116.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/116.htm). (дата звернення 02.10.2019)
3. Євтух О. Т. Іпотечний механізм інвестування. Луцьк. Волинська обласна друкарня. 2001. 258 с.
4. Кравченко В. І., Паливода К. В. Фінансування будівництва житла: Новітні тенденції. *Міжнародний ін-т фінансів*. К.: Видавничий дім «Києво-Могилянська академія». 2006. 173 с. Ч 1.
5. Савич В. І. Іпотечне кредитування в Україні: суперечності та тенденції розвитку. *Інститут менеджменту та економіки «Галицька академія»*. Івано-Франківськ: ІМЕ «Галицька академія». 2006. 552 с.
6. Сек'юритизация активов: сек'юритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бер ; пер с нем. Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов. М.: Волтерс Клувер. 2007. 624 с.
7. Сек'юритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / З. Девидсон, З. Сандерс и др.; пер с англ. яз. [О. В. Смородинов при участии В. Качуро]. М.: Вершина. 2007. 592 с.
8. Разумова И. А. Ипотечное кредитование: Учебное пособие. СПб.: Питер, 2005. 208 с.
9. Тригуб О. В. Сек'юритизація іпотечних активів: світовий досвід та перспективи впровадження в Україні. *Економіка та держава*. 2009. № 1. С. 27–30. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecde\\_2009\\_1\\_10](http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecde_2009_1_10). (дата звернення 01.10.2019)
10. European Council. Sustainable Development Strategy. EC DOC10917/06. 2006. 29 p.
11. Повернення осушених земель у господарський обіг – вимога часу. 2015 URL: <http://ecos.kiev.ua/news/view/290>. (дата звернення 02.10.2019)